

买入 维持
登海种业 (002041)
2011 年 2 月 9 日

确定性高成长将提升估值水平

农林牧渔行业分析师: 丁频
SAC 执业证书编号: S0850203100085
dingpin@htsec.com
021-23219405

夏木
联系人

xiam@htsec.com
021-23219748

近日, 公司发布业绩修正公告。2010 年度归属上市公司股东的净利润比 2009 年度增长 100-130%, 原先预测值为 50-100%, 修正后预测盈利 18700 万元-21500 万元, 每股收益 1.06-1.22 元。但市场对于公司仍存在种种疑问。针对市场关心的几个问题, 我们做了较为详细的分析。我们认为登海的确定性高成长依然存在, 2010-2012 年的每股收益为 1.21、1.91 和 2.49 元。重申对公司“买入”的投资评级。

1. 登海的高成长可以维持多久?

我们认为 2011-2012 年仍是登海种业高速发展的时期。原因是:

- 1) 足够的市场容量。根据《玉米优势区域布局规划》, 08 年黄淮海区域玉米种植 1.45 亿亩, 分别占全国种植面积的 36.8%, 计划到 2010 年末, 达到 1.6 亿亩以上, 到 2015 年末, 稳定在 1.7 亿亩, 优质玉米面积比重达到 85% 左右, 单产提高约 15%。如以现在的播种水平, 每亩用种量是 2.5 公斤, 则全国的需求量是 10.62 亿公斤, 黄淮海夏玉米区需种量 4 亿公斤, 当前, 登海种业的年销售数量为 4698 万公斤 (包括先玉 335), 占黄淮海的 11.75%, 占全国市场的 4.42%。假设未来全国都采用单粒播种的方式, 按照每亩用种量 1.5 公斤计算, 黄淮海的市场容量可达 2.4 亿公斤, 则登海种业的市场占有率为 19%, 届时种子的单价水平必然提高, 且对种子的性能要求更高。即使如此, 美国先锋种业的玉米种子在北美的市场占有率达到 30%, 可见公司的天花板还远未达到。

表 1 玉米的播种面积及种子的市场容量 (亿公斤)

	2010	2015E
北方春玉米	1.90	2.00
黄淮海夏玉米	1.60	1.70
西南玉米区	0.75	0.80
总播种面积	4.25	4.50
需种量	10.63	11.25
需种量 (单粒播)	6.38	6.75
登海占有率	4.42%	
登海占有率 (占黄淮海)	11.75%	
登海占有率 (扣除先玉 335, 占黄淮海)	6.11%	

资料来源: 玉米优势区域规划, 海通证券研究所

- 2) 登海先锋的高速增长的势头仍在。凭借着先玉 335 的热销, 登海先锋的盈利快速上升。

先玉 335 的推广面积由 2007 年的 229 万亩上升至 2009 年的 1692 万亩，跃升为全国推广面积的第三位，表明具有市场竞争力的品种在其审定后的一段时间，是其持续放量的时间，其推广面积的上升幅度可以成倍计算。

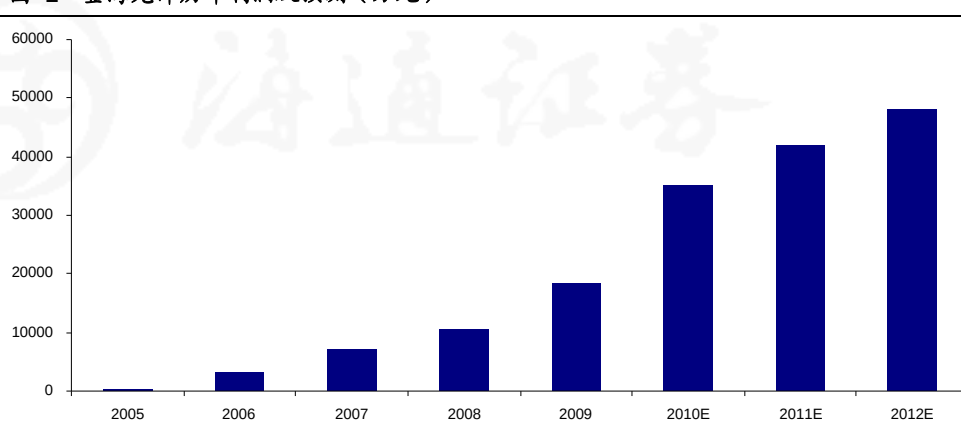
表 2 2004、2007、2008 和 2009 年全国玉米主要品种推广面积

2004 年		2007 年		2008 年		2009 年	
品种	推广面积 (万亩)	品种	推广面积 (万亩)	品种	推广面积 (万亩)	品种	推广面积 (万亩)
郑单 958	4295	郑单 958	5691	郑单 958	5704	郑单 958	6810
农大 108	2720	浚单 20	1646	浚单 20	2458	浚单 20	3678
鲁单 981	1144	鲁单 981	1332	鲁单 981	883	先玉 335	1692
四单 19	1108	农大 108	1092	先玉 335	816	农大 108	718
豫玉 22	980	聊玉 18	612	农大 108	760	聊玉 18	549
沈单 16	693	四单 19	573	聊玉 18	637	中科 4 号	537
龙单 13	655	东单 60	542	中科 4 号	551	鲁单 981	512
鑫玉 6 号	639	中科 4 号	510	星垦 3	534	金海 5 号	492
东单 60	617	沈单 16	461	四单 19	469	四单 19	442
登海 11 号	556	鑫玉 16	377	东单 60	441	鑫玉 16	406

资料来源：全国农业技术服务推广中心，表格中阴影部分为登海种业销售的品种。

2009 年，登海先锋实现净利润 18537 万元，同比增长 53.9%。我们预计 2010 年登海先锋的净利润为 3.4、4.1 和 4.8 亿元。我们认为登海先锋的扩产计划仍会实施。

图 1 登海先锋历年利润及预测（万元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

3) 超试品种的放量是较为确定的。我们将已经通过的超试系列登海 662、登海 661、登海 701 和登海 605 的产量表现和审定意见对比如下表。我们注意到登海 605 的适应性更广，在山东、河南及山西、河北、江苏和安徽部分地区种植，另外其籽粒容重、粗蛋白含量、粗脂肪含量、粗淀粉含量都表现良好，且其制种亩产高。因此，登海 605 成为公司 2011 年的主打品牌。2010 年制种期间，超试的制种面积 3 万亩左右，按照亩产 350 公斤，收获超试 1100 万公斤左右。我们估算 10/11 年度超试的推广面积在 1000 万亩左右。由于超试的热销，我们预计 2011 年的制种面积中，超试将增加至 6-8 万亩，可收获产量为 2100-2800 万公斤，可推广面积 1700-2300 万亩，这足以保证 2011-2012 的业绩增长。

4) 种子的销售放量有历史规律可循。2000 年郑单 958 通过国家审定，2002 年其推广面积达到 1324 万亩，在 2004 年放量达到 4295 万亩，2006 年达到顶峰，达 5859 万亩，2007-2009 年维持在 6000 万亩左右，分别为 5691、5704、6810 万亩。先玉 335，2004 年通过审定，2006 - 2007 年的推广面积分别为 26 和 229 万亩。2008、2009 年分别为 816、1692 万亩。可见一个好的品种在审定后的第二年开始放量，之后的几年销售量成倍增长。因此，我们认为超试系列的 10/11 年的推广面积达到 1000 万亩，同比增长 100%。这仍是一个保守的预测。

表 3 已通过审定的超试系列对比

名称	特征	产量表现	审定意见
登海 662	在黄淮海夏玉米区出苗至成熟 101 天，比郑单 958 晚熟 2 天，需有效积温 2600℃ 以上。幼苗叶鞘浅紫色，叶片深绿色，叶缘绿带紫色，花药绿色，颖壳浅紫色。株型紧凑，株高 272 厘米，穗位高 96 厘米，成株叶片数 19~20 片。花丝浅紫色，果穗长筒型，穗长 18.8 厘米，穗行数 14~16 行，穗轴红色，籽粒黄色、马齿型，百粒重 30.8 克。经河北省农林科学院植物保护研究所两年接种鉴定，感大斑病、小斑病、茎腐病、矮花叶病、弯孢菌叶斑病和瘤黑粉病，高感玉米螟。经农业部谷物品质监督检验测试中心（北京）测定，籽粒容重 741 克/升，粗蛋白含量 9.33%，粗脂肪含量 3.94%，粗淀粉含量 71.22%，赖氨酸含量 0.30%。	2008~2009 年参加黄淮海夏玉米品种区域试验，两年平均亩产 659.0 千克，比对照郑单 958 增产 5.3%。2009 年生产试验，平均亩产 614.9 千克，比对照郑单 958 增产 5.5%。	该品种符合国家玉米品种审定标准，通过审定。适宜在山东、河南、河北中南部、安徽北部、山西运城地区夏播种植，注意防治瘤黑粉病、褐斑病、南方锈病重发区慎用。
登海 661	株型紧凑，根系发达，全株叶片数 19-20 片，幼苗叶鞘紫色，花丝黄绿色，花药浅紫色。2008 年品比试验结果：夏播生育期 110 天，比郑单 958 长 5 天左右，株高 232 厘米，植株较矮，穗位 93 厘米，倒伏率 0.5%、倒折率 1.1%，抗倒伏。果穗筒形，穗长 19.9 厘米，穗粗 4.9 厘米，秃顶 2.5 厘米，穗行数平均 14.8 行，穗粒数 530 粒，红轴，黄粒、半马齿型，出籽率 84.9%，千粒重 343 克，容重 700 克/升。2007 年经河北省农林科学院植物保护研究所抗病性接种鉴定：感小斑病，中抗大斑病、弯孢菌叶斑病和茎腐病，高抗瘤黑粉病，中抗矮花叶病。	2007、2008 年连续两年作为山东省“十、百、千、万”夏玉米高产创建活动选用杂交种，2007 年在泰安市岱岳区大汶口镇实收亩产达到 1127.5 公斤；在兖州市农科所实收亩产达到 1029.58 公斤，均创当地玉米亩产最高纪录。2008 年 16 个高产创建县（市、区）高产攻关田平均亩产达到 904.81 公斤。2008 年全省多点夏玉米品比试验，11 处试点 10 点增产 1 点减产，平均亩产 745.1 公斤，比对照郑单 958 增产 8.5%。	作为高产攻关品种在高肥高水条件下利用。
登海 701	株型紧凑，全株叶片数 19 片，幼苗叶鞘紫色，花丝浅紫色，花药黄色带紫。区域试验结果：夏播生育期 104 天，株高 269 厘米，穗位 100 厘米，倒伏率 2.9%、倒折率 2.0%，粗缩病最重发病点发病率为 28.0%。果穗长筒形，穗长 18.1 厘米，穗粗 4.7 厘米，秃顶 0.6 厘米，穗行数平均 13.4 行，穗粒数 487 粒，红轴，黄粒、马齿型，出籽率 86.8%，千粒重 351 克，容重 726 克/升。2008 年经河北省农林科学院植物保护研究所抗病性接种鉴定：中抗小斑病，高感大斑病，中抗弯孢菌叶斑病，高抗茎腐病和瘤黑粉病，感矮花叶病。2008 年经农业部谷物品质监督检验测试中心（泰安）品质分析：粗蛋白含量 10.7%，粗脂肪 4.5%，赖氨酸 0.40%，粗淀粉 70.28%。	在 2007-2008 年全省夏玉米新品种区域试验中，两年 23 处试点 15 点增产 8 点减产，平均亩产 640.8 公斤，比对照郑单 958 增产 5.1%；2008 年生产试验平均亩产 645.1 公斤，比对照郑单 958 增产 7.2%。	在山东省适宜地区作为夏玉米品种推广利用。在大斑病重发区慎用。
登海 605	在黄淮海地区出苗至成熟 101 天，比郑单 958 晚 1 天，需有效积温 2550℃ 左右。幼苗叶鞘紫色，叶片绿色，叶缘绿带紫色，花药黄绿色，颖壳浅紫色。株型紧凑，株高 259 厘米，穗位高 99 厘米，成株叶片数 19~20 片。花丝浅紫色，果穗长筒型，穗长 18 厘米，穗行数 16~18 行，穗轴红色，籽粒黄色、马齿型，百粒重 34.4 克。经河北省农林科学院植物保护研究所接种鉴定，高抗茎腐病，中抗玉米螟，感大斑病、小斑病、矮花叶病和弯孢菌叶斑病，高感瘤黑粉病、褐斑病和南方锈病。经农业部谷物品质监督检验测试中心（北京）测定，籽粒容重 766 克/升，粗蛋白含量 9.35%，粗脂肪含量 3.76%，粗淀粉含量 73.40%，赖氨酸含量 0.31%。	2007~2008 年参加黄淮海夏玉米品种区域试验，两年平均亩产 666.7 千克，比对照郑单 958 增产 5.8%。2008 年生产试验，平均亩产 626.2 千克，比对照郑单 958 增产 3.4%。	该品种符合国家玉米品种审定标准，通过审定。适宜在山东、河北中南部、山西运城、河南（周口除外）、江苏北部、安徽北部夏播种植。

资料来源：种业信息网

2. 粗缩病是否意味着超试系列并不如想象中的好？

2010 年，河南地区爆发粗缩病，公司的主要品种登海 662 也染病，导致部分农户受损。投资者开始怀疑超试的品质。玉米粗缩病是由玉米粗缩病毒（MRDV）引起的一种玉米病毒病。MRDV 属于植物呼肠弧病毒组，是一种具双层衣壳的双链 RNA 球形病毒，由灰飞虱以持久性方式传播。玉米粗缩病是我国北方玉米生产区流行的重要病害。感染 MRDV 的玉米植株叶片宽短僵直，叶色浓绿。节间粗短，顶叶簇生状如君子兰。叶背、叶鞘及苞叶的叶脉上具有粗细不一的蜡白色条状突起，有明显的粗糙感。植株严重矮化，雄穗退化，雌穗畸形，严重时不能结实。研究发现：病株样本中有 85.16% 的玉米植株基本绝产或绝产，株高仅为健株的 1/2，无雌穗或雌穗无粒；98.44% 的植株株粒重损失率达 50% 以上。玉米粗缩病具有毁灭性，一旦发生了就很难治愈，在病株上喷上某种药剂就使它恢复正常是不现实的。粗缩病主要由稻飞虱传播，最重要的防治手段是调整播期。根据玉米粗缩病的发生规律，在病害重发地区，应调整播期，使玉米对病害最为

敏感的生育时期避开灰飞虱成虫盛发期,降低发病率。并不是只有登海 662 染病,其他品种也有染病的。目前推广的品种尚未发现高抗病品种。因此,不能因为登海 662 染病就认为超试系列没有推广前景。

3. 生产成本上升会否给公司带来压力?

1) 由于土地成本的上升,制种的土地承包费每年都有上升,2010 年每亩为 1900 元左右,预计 2011 年上升至 2000 元左右,但根据制种亩产 400 公斤计算,每公斤上升幅度有限。

2) 玉米种子仍有提价空间。我们预计 2011 年的玉米种子仍有一定的提价空间,幅度在 5%-10%之间。粮食价格上涨、玉米种子的库存数量下降是种子价格上涨的直接原因。其次,好品种一直处在供不应求状态,先玉 335 每年提价就是例证。

表 4 全国杂交玉米种子近年的供需状况

	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11
制种面积(万亩)	375	400	490	345	301	334	388
制种产量(亿公斤)	9.7	11	16.2	10.5	10.2	11.5	11.5
有效库存(亿公斤)	2.8	1	3	7.4	6.1	4.5	4.3
可供种量(亿公斤)	12.5	12	19.2	17.9	16.3	15.7	15.8
计划种植面积(亿亩)	3.6	3.7	4.28	4.28	4.39	4.55	4.9
需种量(亿公斤)	9.2	9.5	10.7	10.7	11	10.5	11.3
余种量(亿公斤)	3.3	2.5	8.5	7.2	5.3	5.2	4.5

资料来源:海通证券研究所

4. 公司会并购扩张吗?

农业部在 2010 年 10 月公布的《农作物种子生产经营许可证管理办法》征求意见稿将两杂种子企业申请生产经营许可证的注册资本标准由 500 万元提高到 3000 万元,且要求固定资产不得低于 1500 万元,直接用于生产种子的固定资产比例不低于 70%。行业门槛的提高势必会加快行业整合速度。同时,政府鼓有引导支持育繁推一体化企业通过并购、参股等多种形式,开展兼并重组,改变种子企业“多、小、散、弱”的状况,提高市场集中度和竞争力,做大做强民族种业。公司作为玉米种子行业的龙头企业,受到政府的大力扶持,根据现在的形势,我们认为公司存在对外并购的可能。但作为龙头老大,公司在选择并购对象上会慎之又慎,条件相对较为苛刻。

5. 盈利预测和投资建议

我们预计公司 2010-12 年公司的每股收益为 1.22、1.91 和 2.49 元。盈利预测表附后。当前,我们重点关注的农业上市公司 2011 年的 PE 达 30x,而公司当前股价对应的 PE11 为 32x,相对行业几乎没有溢价,对于一个年增长 50%,具有核心竞争力的公司而言,并不合理。美国农业上市公司的平均 PE 为 10-15x,而孟山都的 PE11 为 25x,五年销售收入增长率为 8.8%。我们再次重申公司未来具有较为确定的高成长,仍维持对公司“买入”的投资评级,目标价格 80 元。股价表现的催化剂:2011 年一季度业绩大幅增长。我们认为一季度业绩增幅在 50%以上。夏播区玉米的播种时间为 6 月上中旬,当前的干旱天气尚不会对今年玉米播种产生实质性影响,但干旱题材仍可能成为所有农业股的催化剂。

6. 不确定因素

天气异常。

表 5 公司未来三年的盈利预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入(万元)	43693	57912	93490	125259	148896
二、营业总成本(万元)	37146	39024	54737	69974	79994
其中:营业成本(万元)	19127	24827	33811	44048	50823
营业税金及附加(万元)	0	12	15	18	20
销售费用(万元)	8077	9091	14676	19663	23374
管理费用(万元)	5442	6006	6907	7598	7977
财务费用(万元)	-500	-1077	-1552	-1853	-2200
资产减值损失(万元)	5000	165	880	500	0
三、非经营性净收益(万元)	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益(万元)	0	0	0	0	0
投资净收益(万元)	0	0.780	0	0	0
其中:对联营合营企业的投资收益(万元)	0		0	0	0
四、营业利润(万元)	6547	18889	38753	55285	68902
加:营业外收入(万元)	700	737	500	700	700
减:营业外支出(万元)	600	1087	700	700	700
其中:非流动资产处置净损失(万元)					
五、利润总额(万元)	6647	18539	38553	55285	68902
减:所得税费用(万元)	1064	164	191	274	342
六、净利润(万元)	5584	18447	38362	55011	68560
归属于母公司所有者的净利润(万元)	284	9363	21212	33531	43858
少数股东损益(万元)	5300	9084	17150	21480	24702
每股收益(元)	0.02	0.53	1.21	1.91	2.49

资料来源:公司报告,海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频：农林牧渔

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：登海种业、獐子岛、南宁糖业、圣农发展、国投中鲁、顺鑫农业、通威股份、北大荒、好当家、海大集团、民和股份、中粮屯河。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。